

Glavanits Judit

A kockázati tőkebefektetéshez kapcsolódó szindikátusi szerződés a magyar és nemzetközi szerződési gyakorlatban¹

A kockázati tőkebefektetés (*venture capital*) tőzsdén nem jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdasági társaságban való tulajdonszerzés, amelynek célja a társaság értékének növelése a tőke biztosításán túl a társaság vezetésében való részvétel útján, valamint az így megszerzett tulajdoni hányad nagy haszonnal történő értékesítése². Az ügyletnek kapcsolódó, felek viszonyát szabályozó szerződést tekintjük kockázati tőkebefektetési szerződésnek, amely jogi formáját tekintve a magyar szerződési gyakorlatban leginkább szindikátusi szerződésként jelenik meg.

A kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódóan kötött szindikátusi szerződés a Kolben-féle csoportosításnak³ megfelelően kapcsolódhat mind új társaság létrehozatalához (*seed*⁴ vagy *start-up*⁵ finanszírozás esetén), mind egy, már működő társaság átalakulásához (szűk értelemben vett kockázati tőkefinanszírozásnál az expanzió finanszírozása). Ez a szerződési forma jól illeszkedik a kockázati tőkebefektetések körébe abból a szempontból is, hogy egyik ügyletnek sincsen tételes jogi háttere, jogszabályban rögzített feltételrendszere, így a sokféle tartalommal kötött megállapodások mindegyikéhez alkalmazható.

Ugyanakkor figyelembe kell venni azt aényt, hogy a kockázati tőkebefektetések szakirodalmának alapját jelentő angolszász gazdasági és jogi irodalomban a szindikátusi szerződés alatt csak egy altípust értenek a befektetési formákon belül. Az angolszász jogi alapokon álló kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódóan „szindikátusi szerződés” elnevezésű dokumentum kizárólag azokban az esetekben fordul elő, amikor a befektetői oldalon több fél szerepel, és a szindikátus a befektetők közötti szerződést jelenti. Ezzel szemben, minthogy a kockázati tőkebefektetés, mint jogügylet nem önálló szerződési típus, a kontinentális jogi hagyományú országokban, így Magyarországon is jellemzően szindikátusi szerződés megnevezéssel foglalják írásba a felek azt a szerződést, amely a befektető és a céltársaság között megkötésre kerül, függetlenül a különböző oldalon álló alanyok számától. A fentiek alapján egyértelmű, hogy nem csak a szerződés lényeges tartalma, hanem annak alanyai is eltérnek egymástól. A tanulmány célja a kockázati tőkebefektetéshez kapcsolódó szindikátusi szerződés elnevezéssel készülő dokumentum magyar és nemzetközi joggyakorlatban megjelenő formájának bemutatása.

Szindikátusi szerződés a magyar jogban

A szindikátusi szerződés a magyar jogtudomány érdeklődési körébe az 1970-es évektől került, amikor - Kolben György szerint - a magyar külkereskedelmi társaságok a külföldi kereskedelmi partnerekkel igyekeztek előzetesen megállapodni abban, hogy milyen célra és milyen módon, illetve milyen belső működési feltételekkel kívánnak közös vállalatot létrehozni⁶.

A szindikátusi szerződést - rendszertani elhelyezése kapcsán - a magyar jogirodalom az atipikus szerződések között tartja számon, amely a társasági joggal szorosabb kapcsolatot

¹ Megjelent: Glavanits Judit: A kockázati tőkebefektetéshez kapcsolódó szindikátusi szerződés a magyar és nemzetközi szerződési gyakorlatban. In: Szoboszlai-Kiss Katalin – Deli Gergely (szerk) Tanulmányok a 70 éves Bihari Mihály tiszteletére. Győr: Universitas-Győr Nonprofit Kft., 2013. pp. 194-204.

² Glavanits 35.

³ Kolben 25-26., Papp 35-37.

⁴ Seed vagy magvető finanszírozás esetén a befektetők a vállalkozás alapításához, indításához nyújtanak tőkét.

⁵ Start-up vagy induló tőke biztosítása, amely már működő, de terméket még nem értékesítő, nyereséget nem termelő társaság számára, termékfejlesztésre, kezdeti marketingre, a termék piaci bevezetésére nyújtott finanszírozást jelent.

⁶ Kolben 13.

mutat, mint a klasszikus polgári jogi szerződésekkel⁷. Szűcs Brigitta azt a véleményét is kifejti, hogy nincs helye a szindikátusi szerződés önálló szerződésként való szabályozásának, minthogy a szerződési tartalom annyira sokféle lehet, hogy azt tipizálni nem lehetséges⁸. Minthogy a szindikátusi szerződés meghatározása a szakirodalomban nem egységes, így ehelyütt csak a lényeges tulajdonságok ismertetésére szorítkozunk. Ezen szerződés alatt értjük azt a megállapodást, amelyben a gazdasági társaság tagjai a társaságon belül egymással szembeni kapcsolatukat, együttműködésüket és elvárásaikat szabályozzák⁹. A bírói gyakorlat alapján a szindikátusi szerződés olyan atipikus szerződés, amely a szerződő felekre érvényes kötelmi jogi kötelezettségvállalást keletkeztet, és amelyet olyan tartalommal kell teljesíteni, ahogy azt a felek választották¹⁰.

A szindikátusi szerződések, amelyek érvényességét a társasági jog kógens szabályai nem ismerik el, de a polgári jogi szerződések szabályainak megfelelően jön létre, a gyakorlatban vetnek fel kérdéseket. A jogirodalomban és a kapcsolódó joggyakorlatban két lényeges kérdés fogalmazható meg:

- (1) el lehet-e térni a szindikátusi szerződésben a társasági szerződés rendelkezéseitől?
- (2) ha a társaság tagja nem tartja be a szindikátusi szerződésben rögzített megállapodást, akkor kikényszeríthető-e az a társaság működése során, illetve szankcionálható-e az ilyen magatartás?

ad (1) Ujlaki László ismerteti a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara mellett működő választottbíróság egyik döntését, amelyben a Választottbíróság azt állapította meg, hogy a szindikátusi szerződés adott esetben a társasági szerződés részét képezi, és így arra a Gt. szabályai vonatkoznak, de mint szerződés nem lehet ellentétes a Gt. kógens előírásaival¹¹.

A szindikátusi szerződésnek az elfogadott, de hatályba nem lépett új Ptk-ban megjelenő szabályozása választ adhatott volna a joggyakorlat által felvetett kérdésre. Az új rendelkezések szerint „ha a vállalkozás tagjai, részvényesei a nyilvános létesítő okiratban szabályozott kérdésről nem nyilvános, külön szerződésükben eltérő tartalommal rendelkeznek, a külön megállapodás ezen rendelkezése semmis”¹². A joggyakorlat már korábban is felhívta a figyelmet arra, hogy a társaság működésével kapcsolatban a nyilvánosság teljes kizárása mellett létrejövő, gyakran üzleti titoknak minősített szindikátusi szerződési gyakorlat sértheti a hitelezői érdekeket¹³. Az új törvény a fenti szakasszal ezt, a korábban egyébként a bírói gyakorlatban is megjelenő felfogást rögzíti jogszabályi formában azzal a rendelkezéssel, hogy alapító okirattal ellentétes szindikátusi szerződést a magyar jog hatálya alatt nem lehet kötni, azonban a létesítő okirat tartalmával megegyező, de azt esetleg kiegészítő, részletező szerződési tartalom továbbra sem eredményezhet semmisséget.

A Kodifikációs Főbizottság 2012-es javaslata¹⁴ ezzel szemben pontosan ellentétes szöveget dolgozott ki. Egyrészt az új szövegből a fent hivatkozott szakasz hiányzik, valamint a társasági jogi szabályokat is diszpozitív irányban módosították. A Javaslát 3:4.§ (2) bekezdése értelmében a társaság tagjai egymás közötti jogviszonyaikat szabályozó szerződésükben – bizonyos feltételekkel – eltérhetnek a jogi személyekre vonatkozó szabályoktól. A releváns kivételek a szindikátusi szerződés vonatkozásában a következő fordulatok: „az eltérés a létesítő okirat megalkotásában részt nem vevő személyek jogait vagy érdekeit sérti”, valamint

⁷ Kolben 15., Lukács-Sándor-Szűcs 19., Balásházy 16.

⁸ Lukács-Sándor-Szűcs 22.

⁹ Papp 33.

¹⁰ BDT 2007.1671.

¹¹ Ujlaki 24.

¹² 2009. CXX. törvény 5:73.§ (3) bekezdés

¹³ pl. Romsics 2009.

¹⁴ Új Polgári Törvénykönyv – A Kodifikációs Főbizottság javaslata. 2012. Letölthető: <http://www.ujptk.hu/dok2012/tvkonyv/Uj%20Polgari%20Torvenykonyv%20-%20a%20Kodifikacios%20Fobizottsag%20Javaslat%20-%20kozzetetre.pdf> (2012.12.16.)

„az eltérés a tagok kisebbségének jogszabályban biztosított jogait csorbítja”. A létesítő okiratra vonatkozó könnyítések ugyanakkor nem oldják meg a később keletkező szindikátusi szerződéssel összefüggésben korábban felmerült kérdés, hogy ti. az lehet-e ellentétes tartalmú a létesítő okirattal. A kockázati tőkebefektetők, mint a társaság jellemzően kisebbségi tulajdonosai a törvényi védelmet továbbra is élvezik a fenti szakaszok értelmében.

ad (2) A szindikátusi szerződés kikényszeríthetősége kapcsán a Győri Ítéltábla 2007-es ítéletében azt állapította meg, hogy a Gt. eltérést engedő, diszpozitív szabályaitól a szindikátusi szerződésben is el lehet térni, viszont a Gt. kogens szabályaiba ütköző szerződési rendelkezés jogszabályba ütköző, és ezért semmis. A szindikátusi szerződés, mint polgári jogi ügylet önállóságából fakad, hogy a szindikátusi szerződés a szerződő felekre érvényes kötelmi jogi kötelezettségvállalást tartalmaz, melyet olyan tartalommal kell teljesíteni, ahogy azt a felek szabályozták. A kötelezettségvállalás megszegésének pedig ugyanaz a következménye, mint más polgári jogi szerződés megszegésének: eltérő kötelmi kikötés hiányában a kártérítés a szankció¹⁵.

A kockázati tőkebefektetések során kötött szindikátusi szerződések rögzítik a befektető és a céltársaság tartós jogviszonyának elemeit. A felek jogai és kötelezettségei a szindikátusi szerződés vizsgálatakor a befektető által szerzett tőke jellegén és a kapcsolódó jogosítványokon keresztül térképezhetők fel leginkább. A magyar jogi irodalom a társaságban külső tőkével rendelkező szereplők szempontjából foglalkozik a megállapodások jellegével, de a kifejezetten tőkebefektetésekhez kapcsolódó hatalmi kérdések részletes elemzése még várat magára. Úttörőnek tekinthető a kérdésben Kisfaludi András tanulmánya a gazdasági társaságoknál megfigyelhető hatalomgyakorlásról¹⁶. Megállapítja, hogy a társasági jogi előírások a hitelezővédelem területén szűk körben teszik lehetővé a társaság ügyeibe való beleszólást, így megoldásként felmerül, hogy a hitelező feltérképezi a társaság döntéseinek születési helyét, és szerződéses viszonyrendszeren belül ezekben a testületekben szerez befolyást magának illetve bizalmi embereinek.

Alapvető különbséget kell tennünk azon esetek között, amikor a befektetés formája egy meghatározott értékű és formájú üzletész megszerzése egy, már létező társaságban, illetve amikor a befektetési szerződést kötő felek új társaság alapítása révén valósítják meg az üzleti célt. Új társaság alapítására nem csak akkor kerülhet sor, ha a céltársaság még nem létezik, hanem ha olyan társasági formában működik (egyéni vállalkozás, bt), amelyben a befektetői érdekek védelmének eszközei nem alkalmazhatók, így a befektető javasolja a tulajdoni és irányítási jogok rendezését egy új társaságon belül. Az átalakuláshoz képest az új társaság alapítása a befektető számára azt az előnyt hordozza, hogy nem kell az átalakulás kapcsán jelentkező jogutódlásból eredő kockázatokat vállalnia, hiszen így a korábbi vállalkozástól és annak kötelezettségeitől független társaság jöhet létre.

A felek jogai és kötelezettségei tekintetében az információs aszimmetriából és a megbízó-ügynök viszonyból eredő kockázatok kiküszöbölése a felek egyik elsődleges célkitűzése, valamint annak biztosítása, hogy mindkét szerződő fél üzleti és erkölcsi nyereséggel zárja a kapcsolatot.

A befektetőt, mint a legnagyobb kockázatot vállaló felet védő egyik legfontosabb szerződési kitétel, hogy a vállalkozó számára a szükséges tőkét nem egy összegben, hanem több szerződési fordulóban bocsátja rendelkezésre. Ez az ún. *staged financing*, amely a szakirodalomban úgy is megjelenik, mint a több finanszírozó által (valódi szindikált finanszírozás), több szakaszban biztosított tőke.

A befektető (és gyakran egyben hitelező) legfontosabb védelmi eszköze az elsőbbségi részvények jegyzése lehet, amennyiben a céltársaság ebben a jogi formában működik a tőkebefektetést követően. Az elsőbbségi részvények jelenthetnek szavazatelsőbbiséget,

¹⁵ Győri Ítéltábla Pf.II.20.010/2007/4.

¹⁶ Kisfaludi 155-176.

vétőjogot bizonyos kérdésekben, de a leggyakrabban alkalmazott forma a visszaváltható részvények jegyzése. A részvénytársasági forma mellett szóló egyik döntő érv, hogy a befektetési szerződésben a kiszállás tervezésekor a hatályos magyar jogszabályok szerint vételi jog legfeljebb 5 évre köthető ki, addig a részvénytársaság esetében a visszaváltható részvényekben meghatározott érvényesítési határidő ennél hosszabb is lehet. Az empirikus kutatások alapján az átlagos befektetési időtartam 3-7 év a kockázati tőkebefektetések körében, így a hosszabb jogérvényesítési határidő kitűzése indokolt lehet. Hasonlóan a hatályos szabályozáshoz, az új Ptk 2012-es tervezetének szövege szerint is a visszaváltható részvények aránya legfeljebb az alaptőke 20%-ig terjedhet. Újdonság azonban, hogy a Javaslat 3:224.§-a megengedi a törvényben meghatározottakon kívül más részvényfajta vagy részvényosztály kibocsátását, amennyiben a tagsági jogok mértékét és tartalmát az alapszabályban rögzítik.

Annak ellenére, hogy a kockázati tőkebefektető a profit maximalizálásában érdekelt, azt elsősorban nem a befektetés futamideje alatt, hanem a tulajdoni hányad értékesítésekor realizálja, ezért az osztalékelsőbbbségi részvények ugyan lehetnek fontos befektető-védelmi eszközök, de alkalmazásuk elsősorban az állami háttérű alapok esetében jellemző. Ezek előfordulása esetén általánosan alkalmazott szerződési kitétel, hogy a befektetett összeg hozammal növelt megtérüléséig csak a befektető részesülhet osztalékban.

A befektetőt védő eszközök közé tartoznak a szavazati jogok mértékére és gyakorlásuk módjára vonatkozó szerződési szakaszok. Korlátolt felelősségű társaság esetében a Gt. megengedi, hogy a társasági üzletrészhez többletjogok kapcsolódjanak, így annak ellenére, hogy a kockázati tőkebefektető jellemzően kisebbségi tulajdont szerez a vállalkozásban, a legfőbb szerv döntéshozatali mechanizmusában jellemzően többségi szavazati arányt szerez a befektető. Amennyiben a szavazatok mértéke meghaladja a 75%-ot, sajátos szabályok lépnek életbe, amelyek ismertetésére a későbbiekben kerül sor. Részvénytársaságban megvalósuló befektetés esetén a szavazatelsőbbbségi részvények jegyzése hasonló előnyökkel jár. A szakirodalom gyakran aranyrészvényként nevesíti azt a szavazatelsőbbbségi részvénytípust, amely esetében a részvényesnek joga van megakadályozni egyes döntések meghozatalát, vagyis vétőjoggal élhet a döntés ellen.

Hellmann és Puri részletes elemzést publikáltak arról, hogy a kockázati tőkebefektetéssel érintett vállalkozásoknál gyakoribb a vezető tisztségviselők cseréje, illetve a vállalaton kívüli, idegen cégvezető felvétele, mint a befektetéssel nem érintett vállalkozásoknál¹⁷. A befektető érdekeinek védelme szempontjából döntő jelentőségű lehet ez a jog, hiszen a vállalkozó nem a közös elvárásoknak megfelelően irányítja a társaságot (vagy képességek hiányában, vagy az ellentétes érdekek miatt kialakuló erkölcsi kockázat következtében), a befektető számára az egyetlen beavatkozási lehetőség a vezetőcsere.

A vezető tisztségviselők számának növelése saját delegáltakkal az angolszász gyakorlatban gyakran alkalmazott eszköz olyan esetekben, ahol a döntéseket testület hozza. A magyar gyakorlatban az igazgatóság létszámának növelését jelenti, illetve azon belül a befektető által javasolt vagy delegált igazgató kinevezésének jogát. A gazdasági társaságoknál a vezető tisztségviselők munkájának legfontosabb tulajdonosi kontroll-eszközei a felügyelőbizottság és a könyvvizsgáló, így ezek kiválasztása és visszahívása mintegy magától értetődő része a szerződési feltételeknek.

A befektető, mint a társaság tagja igényt tarthat arra, hogy a társaság könyveibe folyamatos betekintést nyerjen, illetve a szerződésben rögzítetteknek megfelelő gazdálkodást ellenőrizhesse. Ilyen értelemben a befektető a társasági jogban meghatározott kereteken túl is tájékoztatást kérhet a céltársaság gazdálkodását érintő adatokról, különös tekintettel arra,

¹⁷ Hellmann – Puri 959.

hogy a célként megfogalmazott gazdasági mutatók elmaradása esetén a szerződésben előzetesen rögzített jogkövetkezményeket ezen adatok fényében tudja alkalmazni.

A szerződési gyakorlatnak része az is, hogy a szerződés feleinek a társaság többi tagjával szembeni üzletrész vagy részvény-átruházási lehetőségeit korlátozzák. Az angolszász joggyakorlatban ez az ún. *'tag along'* (együttértékesítési jog) illetve *'drag along'* (együttértékesítési kötelezettség) klauzula, amelynek értelmében az előbbi esetben a befektető üzletrészét kötelező bevenni egy harmadik személytől kapott vételi ajánlatba, utóbbi esetben pedig a befektető arra kötelezheti a céltársasági partnert, hogy egy kedvező külső ajánlat esetén együttesen értékesítsék tulajdonrészüket. Ezen jogok gyakorlása a magyar jogszabályok szerint a vételi és eladási jogokon keresztül valósíthatók meg, ugyanakkor súlyos korlátot jelent a felek számára, hogy egyrészt a vételi jog csak 5 évre köthető ki, másrészt hogy a vételi jogra vonatkozó megállapodásban a vételárat előre rögzíteni kell, ami egy kockázati tőkebefektetési ügylet kapcsán nem valósítható meg.

A magyar joggyakorlat szerinti szindikátusi szerződés tartalmát az angolszász jogi hagyományú országok joggyakorlata befektetési szerződésként nevesíti, leginkább több szerződésben, rendszerként szabályozva a felek viszonyát. Jil Onimus például a következő dokumentumokat tekinti „befektetési szerződésnek” (*venture capital investment contract*): (1) befektetési szándéknyilatkozat – *letter of intent*, (2) a társaság módosított és egységes szerkezetbe foglalt létesítő okirata, (3) részvény vagy részesedés megszerzésére irányuló megállapodás, (4) a befektető jogairól szóló megállapodás, (5) a részesedések futamidő közbeni értékesítéséről szóló megállapodás, (6) a vezető tisztségviselők jogai és kötelezettségeiről szóló megállapodás, (7) szavazati jogokra vonatkozó megállapodás¹⁸.

Szindikált kockázati tőkebefektetés a nemzetközi joggyakorlatban

Az angolszász jogi és gazdasági irodalomban a kockázati tőkebefektetések során létrejött szindikátusi szerződéssel kapcsolatban Josh Lerner publikálta az első összefoglaló munkát, amelyben megállapítja, hogy ezen szindikátusok azért jönnek létre, hogy csökkentsék az üzleti kockázatot, illetve az információs asszimetria hatásait küszöböljék ki¹⁹. Brander és szerzőtársai két okát nevezik meg a kockázati tőke szindikátus formájában való kihelyezésének: egyrészt ha több befektető egyszerre győződik meg egy ügylet befektetésre érdemes voltáról, az csökkenti az üzlet kockázatait, másrészt a befektetőtárs szakmai kompetenciája hozzáadott értéket teremt a vállalkozás számára²⁰. A szerzőtársak utalnak arra, hogy a szindikált finanszírozás az általuk vizsgált kanadai piacon a kockázati tőkeügyletek 60%-át jellemezte. Wright és Lockett felmérése szerint az európai piacon 2001-ben a befektetések 30%-át befektetői szindikátus valósította meg, vagyis ez a finanszírozási forma a kockázati tőkebefektetések jelentős részét érinti²¹. Casamatta és Haritshabalet tanulmánya szintén azt támasztja alá, hogy befektetői szindikátus gyakran alakul nem csak az első befektetési időszakban, hanem a későbbi szakaszok folyamán is²².

A befektetői szindikátusok vizsgálata során Ljungqvist és szerzőtársai megállapították, hogy a nemzetközi kutatások már az 1990-es évektől igazolják a kockázati tőkebefektetői szindikátusok létét és terjedését²³. Ennek okait két tényezőre vezetik vissza: hasonlóan a korábbiakban ismertetett álláspontokhoz, a több befektető növeli a sikeres kiválasztás esélyét, illetve a két befektető és azok üzleti kapcsolatai együttesen többlet-értéket képesek adni a

¹⁸ Onimus 14-15.o.

¹⁹ Lerner 16-18.

²⁰ Brander – Amit – Antweiler 424-425.

²¹ Wright – Lockett 2074.

²² Casamatta – Haritshabalet 369.

²³ Ljungqvist et al 2.

céltársaság számára, így a befektetésen elért várható üzleti eredmény is magasabb lehet. Ezen hozzáadott érték nem lebecsülendő tényező az angolszász jogi hagyományú országok gyakorlatában. Hsu 2004-es tanulmánya azt vizsgálta, hogy a céltársaságok milyen árat fizetnek a kockázati tőkebefektetésért cserébe, és megállapította, hogy egy tapasztaltabb kockázati tőkebefektető által tett ajánlat egyrészt háromszor akkora eséllyel kerül elfogadásra, mint egy kevésbé tapasztalt befektetőé, másrészt, a befektetői verseny eredményeként a céltársaság végül kedvezőbb feltételekkel köti a szerződést, mintha csak egyetlen befektetővel tárgyalna²⁴. Ugyanezt a pozitív hatást erősíti meg Wang és Wang is mintegy 933 szindikált finanszírozást vizsgálva²⁵. Ljungqvist és szerzőtársai a befektetői hálózatosodás előnyeit a következőkben foglalják össze: (1) egy másik befektető „meghívása” egy ígéretes ügyletbe a későbbi viszonyosságot feltételezi (2) egyfajta kontrollt jelent egy másik fél véleményének meghallgatása a céltársaságról (3) minthogy a kockázati tőkebefektetők általában szektor-specifikus és gyakran területileg is orientált befektetéseket hajtanak végre, a szindikált finanszírozás során lehetőségük van olyan társaságok finanszírozásában való részvételre is, amely önálló profiljukba nem illeszkedik, de az összes befektetésre vetített kockázatukat csökkenti²⁶.

Az angolszász és a kontinentális kockázati tőkebefektetési gyakorlat közötti mély szakadékot jelzi többek között az a tanulmány is, amely 153 német kis- és középvállalkozás tőzsdei bevezetése kapcsán készült. Lehmann és Boschker megállapították, hogy a befektetői szindikátusok által finanszírozott ügyletek kapcsán sem a Lerner által megfogalmazott előnyösebb kiválasztás, sem a Brander és szerzőtársai által igazolt hozzáadott érték nem figyelhető meg a német kockázati tőkepiacon²⁷. A szerzők azt állapították meg, hogy a céltársaságok eredményes működésében a német piacon a vállalati életkor és a méret befolyásolta döntően a sikeres tőzsdei bevezetést. Szintén a német piacot vizsgálva Hopp és Rieder azt állapították meg közel 1500 szindikált befektetés kapcsán, hogy az angolszász gyakorlattal szemben a német szindikátusok akkor jellemzőek, amikor egy korai szakaszú, termékkel még nem rendelkező társaság seed vagy start-up típusú finanszírozása kapcsán olyan extrém nagy a befektetési kockázat, hogy ennek csökkentésére vonnak be egy másik befektetőt a kockázati tőkések. Ezen befektető bevonásának elsődleges célja annak ismereteinek és kapcsolatainak felhasználása a céltársaság jobb irányítása érdekében, vagyis a hozzáadott érték növelése a céltársaságban²⁸.

Jaeger és Huy a francia piacon megvalósult mintegy 1790 kockázati tőkebefektetési ügylethez kapcsolódó szindikátus vizsgálata során megállapították, hogy közvetlen kapcsolat mutatható ki a szindikátusok megalakulása és a céltársasági életszakasz között, amely alapján minél fiatalabb, és így kockázatosabb egy társaság finanszírozása, annál valószínűbb, hogy a kockázati tőkebefektetők szindikált finanszírozás keretében kötnek megállapodást a társasággal²⁹. Ugyanakkor a statisztikai adatok alapján a Hopp és Rieder által megfigyelt vállalati méretre vonatkozó összefüggés itt nem volt megfigyelhető, vagyis ez nem befolyásolta a sikeres szindikátusok létrejöttét³⁰.

Az európai kockázati tőkepiacra vonatkozó, a szindikált befektetéseket is vizsgáló összehasonlító elemzés 2011-ben készült. Hét európai ország mintegy 900 gazdasági társaságának elemzése után Bertoni és Tykvová arra a megállapításra jutottak, hogy a szindikált kockázati tőkebefektetést kapott vállalkozások innovatívabbak, mint a kockázati

²⁴ Hsu 1807.

²⁵ Wang és Wang 22.

²⁶ Ljungqvist 3.

²⁷ Lehmann és Boschker 16-17.

²⁸ Hopp és Rieder 3089-90.

²⁹ Jaeger és Huy 30.

³⁰ uo 24-25.

tőkével nem finanszírozott hasonló vállalkozások a biotechnológiai és gyógyszeripari szektorban³¹. A szindikátus akkor a legsikeresebb, ha a hosszú távú eredményekben érdekelt kormányzati szereplő mellett a piaci kockázati tőkebefektető irányítja a szindikált befektetéssel érintett társaságot, amely így szignifikánsan több innovatív megoldással, szabadalommal rendelkezik, mint a kockázati tőkefinanszírozást nem kapott társaságok.

A szindikátusi szerződés felei között a befektetést megelőzően többféle konfliktus is fennáll: egyrészt a céltársaságnál elsőként jelentkező befektető, valamint az általa az ügyletbe hívott fél információs szintje kezdetben szélsőségesen eltérő. Míg az első befektető már rendelkezik bizonyos átvilágítási eredménnyel a befektetés tárgyát illetően, addig a megkeresett fél még a vizsgálódást megelőző szakaszban van. Az első megjelenő kockázat, hogy az első befektető hamis vagy nem teljes körű információkat nyújt a második befektetőnek, amely információk nem ellenőrizhetők a céltársaság részletes vizsgálatát megelőzően. A második kockázat, hogy a nyilvánosság számára is elérhető adatok alapján a másodikként érkező befektető „elveszi” a befektetési lehetőséget, vagyis önálló tárgyalásba kezd a céltársasággal. A szindikátus tagjai számára így közös érdek, hogy jogviszonyukat még a céltársaság átvilágítása (*due diligence*)³² előtt rendezzék. A szindikátusban részt vevő vezető partner és a bevont befektető(k) közötti szerződésnek így része elsősorban az a kötelezettség, amely alapján a később bevont félnek a céltársaság vonatkozásában részletes jelentést kell készítenie a befektetés kockázati szintjéről, és ezen átvilágítás eredményét a vezető partnerrel közölnie kell. Az üzleti kockázatok ilyen értelemben vett több szempontú felmérése segíti a kockázati tőkebefektetőket a veszteségek mérséklésében. Az Egyesült Államokban kötött szindikátusi szerződések vizsgálata során Cestone és szerzőtársai arra az eredményre jutottak, hogy a vezető partner vagy vele egyforma tapasztalattal rendelkező befektetővel lép szindikátusra, vagy egy kisebb tapasztalattal rendelkezővel, és határozottan megfigyelhető a vezető partnernél tapasztaltabb bevont partnerek kifejezett elkerülése³³.

A szindikátusban résztvevő felek közötti szerződéses viszonyt vizsgálva Mike Wright és Andy Lockett megállapították, hogy a szerződési feltételek kialakítás után egyértelműen azonosíthatóvá válik egy vezető partner, akinek a szindikátuson belül többlet-jogosítványai vannak, és amelyhez általában a céltársaságban megszerzett többségi részesedés is kapcsolódik. A szindikátusi szerződés tartalmát tekintve abban dominálnak a felek jogainak és kötelezettségeinek részletszabályai, és kevésbé részletezett elemként jelennek meg a szindikátus tagjaitól tanúsítandó magatartások, illetve szankciók leírásai. A szerződések vizsgálata során az egyik legfontosabb megállapításuk volt, hogy a szerződésszegő magatartáshoz elsősorban nem jogi szankciókat rendelnek, hanem erkölcsi jellegűeket, amelyek a kockázati tőkebefektetők piaci reputációját érintik³⁴.

Összefoglaló gondolatok

A magyar joggyakorlatban a kockázati tőkebefektetések során kötött szindikátusi szerződések adják a jogi formát a befektető és a céltársaság közötti jogviszony szabályozására. Ennek a szerződésnek a tartalmát a felek bár szabadon állapítják meg, annak tartalma a vonatkozó bírói gyakorlat alapján nem lehet ellentétes a társasági szerződéssel. A polgári törvénykönyv reformja, és azon belül a társasági jogi szabályok változása várhatóan továbbra sem ír elő sem

³¹ Bertoni és Tykvová

³² A *due diligence* eljárás során a céltársaság tevékenységi körén belül több szempontból elemzik a kockázatokat, amelyen belül megkülönböztethetjük (1) a jogi átvilágítást, amely során tájékoznak a társaság egyes szerződéses viszonyait, a jogi struktúrákat és kötelezettség-vállalásokat (2) az adóügyi átvilágítást és (3) az egyre gyakrabban alkalmazott környezetvédelmi átvilágítást.

³³ Cestone et al. 22.

³⁴ Wright – Locket 2003, 2073–2075.

formai sem tartalmi követelményeket a társaság és tagjai viszonyát szabályozó szindikátusi szerződésre, de a fenti korlát továbbra is érvényesülni látszik. Összehasonlítva a kockázati tőkebefektetések körében kötött szindikátusi szerződések magyar és nemzetközi gyakorlatát, megállapíthatjuk, hogy jelentős terminológiai különbség látszik a szindikátusi szerződés megnevezéssel készült dokumentumok kapcsán. Míg az angolszász jogirodalom a szindikátus alatt a befektetői többség esetén előforduló szerződéseket érti, addig a magyar joggyakorlat nem tesz különbséget abban, ha a kockázati tőkebefektetői oldalon egy vagy több alany köti a szerződést. A magyar jogi irodalom eddig kevésbé kutatott területe a kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó szerződési viszonyrendszer, ezért a polgári és társasági jogi reformok kapcsán felmerül annak a lehetősége, hogy ezen speciális jogviszony kapcsán felhívjuk mind a jogalkotó mind a joggyakorlat figyelmét a szindikátusi szerződés problémás pontjaira.

A kockázati tőkebefektetések gyakran számottevő nemzetközi vetülettel is rendelkeznek, így Magyarországon is számos regionális fókuszú, de külföldi honosságú kockázati tőkealap-kezelő köt befektetési ügyleteket. Ezen szereplők számára a szindikált finanszírozás a klasszikusnak tekinthető angolszász jogi mintákon alapul, így talán furcsa lehet, hogy éppúgy szindikátusi szerződést kötnek a befektetők egymással, mint ahogy ilyen elnevezéssel készül teljesen más tartalmú és célú okirat a céltársasággal is. A polgári jogi reformok kapcsán célszerű lehet egy olyan szerződési típusra való áttérés a szektorban, amely kevésbé okoz terminológiai konfúzust a gyakorló befektetők számára. Így élesen el lehetne határolni a nemzetközi joggyakorlathoz igazodva a befektetők között létrejött, „valódi” szindikátusi szerződést a kockázati tőkebefektető és a céltársaság között kötött szerződéstől. A Harsányi Gyöngyi által részletesen feldolgozott befektetési szolgáltatási szerződés³⁵, mint kereskedelmi jogi ügylet, és mint szintén atipikus vegyes szerződés a kockázati tőkealap-kezelő és az alapjegy tulajdonosok jogviszonyának leírására megfelelő szerződési típus lehet, míg az ettől eltérő tartalmú, tárgyú és célú ’befektetési szerződés’ elnevezésű dokumentum a kockázati tőkebefektető és a céltársaság között jobban tükrözné a felek valós szándékát. Az angolszász jogban használt ’*agreement*’ elnevezésű szerződések, amelyeket magyarra megállapodásként fordíthatunk, a magyar joggyakorlatban nem rendelkeznek számottevő múlttal, ugyanakkor lényegre törőbben utalnak a felek viszonyának lényeges tartalmára, mint a szindikátusi szerződés. Ezen elnevezések lehetnének tehát az alapjai egy változó joggyakorlatnak, amely a nemzetközies szerződési gyakorlatot a jelenleginél jobban tükrözhetik.

Irodalom

Balásházy Mária 1993: Szindikátusi szerződés a társasági és polgári jog határán. *Gazdaság és Jog*, 1993/5. szám, 16-18.

Brander, James A. – Raphael Amit – Werner Antweiler 2002: Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2002/11, 423–452.

Bertoni, Fabio – Tereza Tykvová: Which form of venture capital is best-suited for innovation? Centre for European Economic Research. Discussion Paper No. 12-018.

Casamatta, Cathrine – Carole Haritchabalet 2007: Experience, screening and syndication in venture capital investments. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16. 368-398.

Cestone, Giacinta – Josh Lerner – Lucy White 2006: The design of syndicates in venture capital. Fundación BBVA, Documentos de Trabajo 2006/7.

Glavanits Judit 2012: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai. PhD-értékezés. Széchenyi István Egyetem Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola, Győr.

³⁵ Harsányi 263-264.

- Miskolczi-Bodnárné Harsányi Gyöngyi Melinda 2012: A befektetési szolgáltatások kötelmi jogi aspektusa. PhD-értekezés. Miskolci Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola, Miskolc.
- Hellmann, Thomas – Manju Puri 2000: The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 13. évf.4.szám, 959-84.
- Hopp, Christian – Finn Rieder 2011: What Drives Venture Capital Syndication? Applied Economics, 43/23. szám, 3089-3102.
- Hsu, David H. 2004: What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? The Journal of Finance, LIX/4. 1805-1844.
- Jaeger, Mireille - Vu To Huy 2011: Motives and Effects of Syndication Strategy in French Venture Capital Deals. International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 11-13, 2011. Letölthető: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1836906>
- Kisfaludi András 1999: Hatalommegosztás a gazdasági társaságban. In: Liber Amicorum: Studiorum L. Vékás Dedicata. ELTE ÁJK Polgári Jogi Tanszék, Budapest, 155-176.
- Lehmann, Erik E. – Karen Boschker 2002: Venture Capital Syndication in Germany: Evidence from IPO Data Letölthető: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.361880>
- Lerner, Joshua 1994: The syndication of venture capital investment. Financial Management, Vol. 23, No. 3. 16-27.
- Ljungqvist, Alexander – Yael V Hochberg – Yang Lu 2005: Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. Letölthető: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.631941>
- Lukács Mónika – Sándor István – Szűcs Brigitta 2003: Új típusú szerződések és azok gyakorlata a gazdasági életben. HVGOrac, Budapest.
- Onimus, Jil Caroline 2011: Assessing the economic value of venture capital contracts. An option pricing approach. Springer-Verlag.
- Papp Tekla (szerk) 2011: Atipikus szerződések. Lectum, Budapest.
- Romsics Viktor 2009: A szindikátusi szerződés titokzatosságának kockázata. JogiFórum, Letölthető: <http://www.jogiforum.hu/hirek/21805>. Letöltés ideje: 2012. április 2.
- Ujlaki László 1997: A társasági és a szindikátusi szerződés összefüggései. Gazdaság és Jog, 1997/2. 24.
- Wang, Lanfang - Susheng Wang 2009: Syndication as a Management Strategy. In: M. Bergmann - T. Faust (szerk) Handbook of Business and Finance. Nova Science Publishers.
- Wright, Mike – Andy Locket 2003: The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry. Journal of Management Studies, 40. szám, 2073–2102.